

Innovations financières : construire et légitimer un nouveau marché financier de gré à gré – le cas des dérivés de crédit

Isabelle HUAULT

Université Paris 9 Dauphine

Hélène RAINELLI-LE MONTAGNER

Université Paris 1 (IAE)

Classification JEL : G100, G 190, G290, L100 – *Réception* : 09/2006 ; *Acceptation* : 02/2007

Correspondance :

Hélène Rainelli-Le Montagner, IAE de Paris
21, rue Broca, 75240 Paris Cedex 05
Email : rainelli.iae@univ-paris1.fr

Résumé : L'objectif de cet article est d'étudier le processus de construction sociale d'un nouveau marché financier. L'analyse qualitative longitudinale menée sur la période 1996-2005 concerne le développement du marché des dérivés de crédit, marché de gré à gré transnational. Comment ce marché est-il né ? Par quel processus est-il venu au jour et a-t-il pérennisé son existence ? Quel est le rôle joué par la théorie financière du risque dans ce processus ? Nous montrons dans cet article que le marché des dérivés de crédit présente de fortes spécificités par rapport aux marchés antérieurement étudiés et que son développement se heurte à la question de la performativité de la théorie financière du risque qui ne constitue pas le cadre cognitif commun à tous les acteurs de la sphère financière.

Mots clés : innovation financière – légitimation – performativité – gestion du risque.

Abstract : The aim of this paper is to analyze the social construction of a new financial market. A longitudinal qualitative study is used to describe the development of the market for credit derivatives over the 1996-2005 period. Special attention is given to the fact that the market is a transnational over-the-counter market. How was the market born? How did it come into existence and how did it succeed in developing? What role did the financial theory of risk play in the process? This article emphasizes specificities of the market for credit derivatives when compared to previously analyzed financial markets. We show that its development is conditioned by the performativity of the financial theory of risk, which is by no means a naturally shared cognitive frame for the financial actors of the market.

Key words: financial innovation – legitimization – performativity – risk management.

Depuis les travaux de Polanyi (1944) et l'impulsion donnée par Granovetter (1985) à la sociologie économique, une partie de la communauté scientifique se rend peu à peu à la nécessité d'enrichir, voire de dépasser les explications fonctionnalistes proposées par l'économie si l'on veut comprendre les phénomènes d'émergence, de fonctionnement et de préservation des marchés dont la pérennité n'est que rarement naturelle.

Ces questions prennent un relief particulier dans le cas des marchés financiers. Leur développement s'est accompagné de la floraison de très nombreuses innovations financières qui prospèrent sur le raffinement d'une technologie financière capable de produire des instruments de plus en plus complexes. Ces derniers peuvent théoriquement accroître à l'infini le nombre de classes d'actifs disponibles pour les investisseurs des marchés.

À la suite des travaux pionniers de Baker (1984), MacKenzie et Millo (2003) ont essayé de comprendre comment une innovation financière pouvait devenir un marché capable de survivre aux différentes crises de légitimité qu'il traverse. Ils ont mis l'accent sur les dimensions morales, politiques, culturelles, sociales (Fligstein, 2001 ; Granovetter, 1985 ; Zelizer, 1979), mais aussi sur la question de la performativité de l'économie qui permet de rendre compte de la manière dont le marché des options a été créé, développé et préservé. Le concept de performativité (Callon, 1998, 2006 ; MacKenzie, 2003, 2006) renvoie à l'idée que la théorie économique et les modèles économiques engendrent les pratiques économiques, en faisant advenir les phénomènes qu'ils décrivent. Les théories économiques, fussent-elles parfaitement irréalistes pour appréhender le comportement « réel » des agents, sont néanmoins utilisées par les acteurs pour prendre des décisions économiques et ont, par conséquent, un impact sur les phénomènes sociaux. Le concept est utilisé par MacKenzie et Millo pour comprendre par exemple comment la théorie des options formalisée par Black et Scholes (1973) participe à l'émergence et à la structuration du marché des options.

Bien que l'analyse stimulante de MacKenzie et Millo (2003) constitue un progrès important dans la compréhension de la construction sociale de nouveaux marchés, il n'est pas certain que leurs conclusions restent complètement valides dans le cas du marché des dérivés de crédit que nous étudions. Ce marché présente en effet deux caractéristiques majeures, qui le distinguent du marché des options. Le marché des

dérivés de crédit est un marché de gré à gré, un marché de contrats échangés entre contreparties sans l'intermédiaire d'une instance centrale en charge d'organiser les échanges. Par ailleurs, il s'agit d'un marché d'emblée transnational, les échanges concernant pour l'essentiel de grandes institutions financières et, en particulier, des banques d'investissement à travers le monde. Comment se marché est-il né ? Par quel processus est-il venu au jour et a-t-il pérennisé son existence ? Quel est le rôle joué par la théorie financière du risque dans ce processus ?

La première partie de l'article développe le cadre conceptuel de l'analyse, à partir des principaux acquis de la littérature sur la sociologie des marchés financiers. La deuxième partie consiste en une analyse du cas de l'émergence et du développement du marché des dérivés de crédit, sur la période 1996-2005, à partir d'entretiens menés avec les principaux acteurs, tandis que la dernière partie expose les résultats et les principales conclusions de la recherche.

1. Ancien risque, nouveau marché : l'énigme du développement d'un marché de gré à gré transnational

Largement entraînée par l'apparition récurrente d'innovations financières appartenant pour l'essentiel à la catégorie des produits dérivés, la croissance des marchés est souvent analysée comme résultant de l'apparition de risques nouveaux. Cette conception, proposée par Abo-lafia (1996) a souvent été reprise pour expliquer par exemple l'explosion du marché des dérivés de taux au cours des années 1980. Elle continue remarquablement de prévaloir auprès de certains des acteurs du marché des dérivés de crédit, alors même que le risque de crédit est situé au cœur historique du métier bancaire depuis toujours.

Mais si le risque de crédit n'est pas un nouveau risque, d'où vient que soient apparus, un peu après le milieu des années 1995, des instruments radicalement nouveaux pour le gérer ? Comment ces innovations, nées au sein de petites équipes d'ingénieurs employés par les grandes banques d'investissement, ont-elles réussi à s'instituer en produits financiers reconnus et à développer autour d'elles un véritable marché des dérivés de crédit ?

1.1. L'émergence et le développement des marchés financiers

Les travaux de MacKenzie et Millo (2003) se sont intéressés à une problématique proche, concernant le marché des options négociables sur actions, né en 1973 à Chicago (*Chicago Board Options Exchange*, CBOE). Ils retracent l'histoire des premiers marchés d'options, en relevant l'importance des résistances idéologiques et, en particulier, les appréhensions juridiques faisant suite à la crise de 1929. Ils mettent aussi en évidence les barrières techniques qui ont dû être levées concernant le calcul du prix d'une option et insistent dès lors sur la notion de « performativité » de la théorie financière et sur le rôle décisif de la formule de valorisation des options, proposée par Black et Scholes (1973) dans le processus de construction de ce marché. Leur analyse montre ainsi que la formule de Black et Scholes n'a pu prédire le prix des options que progressivement et, surtout, à partir du moment où elle a été utilisée par les acteurs du marché financier. Elle deviendra un cadre cognitif commun et sera peu à peu incorporée dans les dispositifs techniques. MacKenzie et Millo insistent par ailleurs sur l'importance du réseau social constitué par les promoteurs du produit, c'est-à-dire un très petit nombre d'individus, animés d'une certaine conception de l'intérêt général de la communauté financière.

Le marché des dérivés de crédit présente cependant d'importantes différences avec celui des options négociables. Il démarre sur la base d'une innovation financière qui n'est pas aussi clairement définie que l'option négociable. Il s'agit par ailleurs d'emblée d'un marché international, ce qui n'était pas le cas lors de sa création, pour le marché des options à Chicago. C'est aussi un marché de gré à gré, qui se passe donc d'organe centralisateur, et où acheteurs et vendeurs échangent des contrats qui ne sont pas, au moins au début, fortement standardisés. On n'a donc pas, sur ce marché, d'équivalent immédiat du *Chicago Board of Trade* ou du *Chicago Mercantile Exchange*, décrits par MacKenzie et Millo, et dont le rôle en tant qu'institution était le développement d'une activité de marché rendu atone par la régulation serrée consécutive à la crise financière de 1929 (MacKenzie et Millo, 2003, p. 113). Il est assez difficile pour les acteurs du marché des dérivés de crédit d'identifier les individus créateurs de l'innovation financière ou les promoteurs du produit, le nom des organisations *leaders* étant beaucoup plus aisément cité que celui des individus. On est donc tenté de rejoindre ici l'analyse de Knorr Cetina (2005), selon laquelle il n'est

pas certain que les réseaux jouent, sur les marchés de gré à gré, le rôle structurant mis en avant par MacKenzie et Millo (2003) sur celui des options.

Enfin, si la création du marché des options a coïncidé avec la publication du modèle d'évaluation de Black et Scholes (1973), aucun phénomène du même type n'est comparable sur le marché des dérivés de crédit. Aucun modèle d'évaluation n'est cité par les acteurs du marché comme s'imposant à tous, la pluralité des modèles, et même des types d'approches de valorisation, étant soulignée comme caractéristiques du marché.

Quels sont dès lors les facteurs qui ont permis le développement du marché des dérivés de crédit ?

1.2. Les processus de légitimation

C'est à Zelizer (1979) que l'on doit l'idée fondatrice qu'un produit financier, pour exister, peut avoir à vaincre des résistances culturelles et morales, de première importance. L'histoire de l'assurance-vie aux États-Unis souligne les résistances culturelles profondes auxquelles a été confrontée cette innovation. Un phénomène assez comparable est décrit par Mac Kenzie et Millo qui montrent le discrédit qui existait encore sur le marché des *futures* aux États-Unis à la fin des années 1960, discrédit qui remontait à la catastrophe financière de 1929.

S'intéressant pour sa part à des marchés plus anciens, Abolafia (1996) a relevé l'importance de dispositifs organisationnels spécifiques pour faire face aux crises de légitimité potentielles sur un marché financier déjà développé. L'appât des profits potentiellement réalisables sur ces marchés a conduit en effet les banques à organiser la profession des *traders* de manière quasi a-hiérarchique, laissant ces derniers agir comme des entrepreneurs individuels, parfois opportunistes, rémunérés en fonction de leurs résultats par des bonus qui peuvent être extrêmement substantiels. Lorsque l'opportunisme devient prégnant et menace l'existence-même du marché, la sphère publique s'empare des questions quant à la légitimité des activités financières, ce qui aboutit souvent à l'intervention du régulateur. Si la tension décrite ici existe sur le marché des dérivés de crédit comme sur les autres marchés financiers, le moyen décrit par Abolafia (1996) pour la résoudre est plus problématique dans le cas qui nous intéresse. Historiquement, la façon de traiter ce problème a, en effet, consisté à confier la promotion,

l'organisation, la protection et la légitimation du marché aux organes boursiers, autrement dit, à leur confier la charge de ce qui était perçu par l'ensemble des acteurs comme l'intérêt général de tous. L'absence, dans le cas des marchés de gré à gré, dont celui des dérivés de crédit est un exemple, de structure de marché pose, dès lors, la question de savoir comment cet intérêt général (l'existence du marché et la préservation de sa légitimité en cas de crise) est pris en charge par les acteurs.

Par contraste, les résultats d'Abolafia amènent donc à s'interroger sur la spécificité du marché que nous observons. Si on admet, avec Knorr Cetina (2005), le désencastrement extrême des marchés internationaux de gré à gré, qui fonctionnent selon cet auteur comme des communautés séparées du contexte local, la manière dont se résolvent les problèmes de légitimité aussi bien à la naissance qu'au cours du développement du marché pose question.

Autrement dit, si l'on retient de Zelizer (1979) et de MacKenzie et Millo (2003) la problématique morale et culturelle d'acceptation d'un produit financier nouveau, d'Abolafia l'idée héritée de Polanyi que les crises de légitimité sont inhérentes au développement des marchés financiers, on est conduit à poser les questions suivantes. Comment peut-on expliquer l'émergence du marché des dérivés de crédit, marché de gré à gré, qui d'emblée est un marché transnational ? Par quels mécanismes, ce marché a-t-il surmonté les questions de légitimité posées par sa création ? Comment l'innovation que constituent les dérivés de crédit a-t-elle réussi à s'imposer au niveau international, et dans quelle relation avec la normalisation et la régulation ?

1.3. Le rôle joué par la théorie financière du risque comme « outil de calcul »

L'apparition des dérivés de crédit est souvent présentée par les acteurs du marché comme correspondant à l'émergence d'un nouveau risque, argument peu solide, dès lors que l'on considère que la gestion du risque de crédit est au cœur de la gestion bancaire depuis que les banques existent. Sans se prononcer ici, ni sur la possibilité que ce risque se soit accru ces dernières années, ni sur les conditions éventuellement renouvelées dans lesquelles les banques ont désormais à y faire face¹, il est intéressant de constater que le discours des acteurs issus

¹ Voir la régulation internationale des banques, du ratio Cooke à Bâle 2.

des banques d'investissement utilise un cadre cognitif bien précis, qui place la gestion des risques au cœur du fonctionnement des marchés financiers. Issue des travaux de Markowitz (1952), puis de Sharpe (1964), la théorie financière moderne considère les marchés financiers comme des marchés du risque. Plus que des titres financiers, les investisseurs échangent du risque contre de la rentabilité, la situation idéale étant celle où chaque type de risque fait l'objet d'un marché financier, c'est-à-dire est échangé de manière suffisamment liquide, pour que le prix de n'importe quel risque soit observable à un moment donné. La multiplication des classes d'actifs, c'est-à-dire des types de risques traités sur un marché, est bénéfique aux investisseurs, puisqu'elle leur permet de diversifier leur portefeuille de manière efficiente, au sens de Markowitz². La gestion du risque par le marché est bénéfique au système financier, puisqu'elle permet l'allocation optimale entre preneurs et vendeurs de risque. Cet ensemble théorique, au carrefour de la micro-économie et de la théorie financière est, beaucoup plus qu'un modèle mathématique spécifique, le référentiel commun des porteurs d'innovations financières, ingénieurs des salles de marché des banques d'investissement.

C'est lui qui sera mobilisé pour légitimer tout nouveau produit selon le raisonnement suivant. Tout risque qui porte sur la variation du prix d'un actif financier coté sur un marché liquide est un risque « financier » qui peut et doit être géré selon les principes de la théorie financière. Par extension, tout risque qui peut raisonnablement être considéré comme un risque « financier » peut faire l'objet d'un marché nouveau pour une ou plusieurs innovations financières. Dans le cas des dérivés de crédit, nous verrons que la clé du succès pour les promoteurs du produit consiste à réussir à établir que le risque de crédit a bien toutes les caractéristiques d'un risque « financier » et, en particulier, une valeur observable à tout moment grâce à des échanges nombreux et transparents sur un marché liquide.

Le rôle joué par ce que nous appellerons la théorie financière de gestion des risques renvoie au cadre défini par Callon et Muniesa

² Cet argument vaut dans le cadre de la théorie financière standard et néglige, comme l'ont montré les théoriciens des asymétries d'information, les coûts de recherche d'information et de transaction, qui peuvent plus que compenser les gains dus à la diversification. La théorie financière mobilisée par les promoteurs des dérivés de crédit présente donc des limites qui sont négligées dans le processus de légitimation de l'innovation financière. Nous remercions l'un des évaluateurs de cet article de nous avoir amenées à préciser ce point.

(2005), selon lequel le développement d'un marché est conditionné par la capacité des « agences calculatrices » (les principales parties prenantes du marché) d'imposer leur outil de calcul aux autres acteurs du marché.

Ce cadre d'analyse permet de poser de manière pertinente la question des dispositifs collectifs qui permettent d'atteindre des compromis sur les marchés financiers. Il a l'intérêt de mettre l'accent sur les arrangements quantitatifs ou qualitatifs qui permettent le calcul. Enfin, cette approche permet de souligner la diversité des formes possibles d'organisation des marchés considérés comme dispositifs, pour calculer les valeurs. Comme le soulignent Callon et Muniesa (2005, p. 1245), les marchés financiers, « *parce qu'ils sont obsédés par les processus de détermination des prix, par la configuration des agences calculatrices ainsi que par l'organisation de leurs rencontres, sont de bons candidats pour étudier les manifestations du calcul économique et les modalités de leur combinaison* ».

Dans cette perspective, on se demandera, ici, comment certaines agences de calcul et, en particulier, les banques, parviennent à imposer leur outil de calcul aux autres acteurs du marché des dérivés de crédit, quelles sont les stratégies déployées par les banques pour cadrer la définition du dérivé de crédit, et la faire évoluer vers un contenu conforme à leurs attentes. On s'interrogera aussi sur la nature des dispositifs techniques mis en place et construits par les acteurs et sur la manière dont les banques parviennent à produire de nouveaux cadres cognitifs (Callon, 1998 ; Ferraro et al., 2005).

Encadré 1 – Méthodologie

Cet article est fondé sur une étude qualitative longitudinale qui rend compte de l'émergence du marché des « dérivés de crédit », du milieu des années 1990 à 2005. L'objectif est de contribuer à la compréhension de la construction d'un nouveau marché financier de gré à gré, d'emblée transnational.

Les données ont été collectées grâce à des entretiens semi-directifs centrés, d'une durée de deux à trois heures, avec les principaux acteurs du marché. Comme dans l'étude de MacKenzie et Millo (2003) et celle de McKenzie (1990), les modalités de recueil par entretien étaient nécessaires puisque ni les données de la presse économique et financière, ni les données émanant d'archives ne s'avéraient suffisantes pour traiter les questions de recherche. 35 entretiens ont été administrés et retranscrits, entre 2003 et 2005. Les locuteurs comprennent des *traders* issus des grandes banques d'investissement, des régulateurs et des experts, in-

terrogés à Paris et à Londres. De façon plus précise, les acteurs interviewés appartiennent à la Commission Bancaire, la Commission de Contrôle des Assurances, l'Autorité de Régulation des Marchés Financiers, l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), et à différentes banques (Société Générale, BNP Paribas, Exane Asset Management, Fortis Banque). Des experts des marchés financiers, des juristes et des économistes ont également été interrogés. Notre analyse est intentionnellement centrée sur la manière dont les grandes banques françaises et leurs équipes, situées à Londres, ont pris part au processus de développement. Ces banques constituent, selon l'enquête Fitch de 2006³, des acteurs centraux du marché des dérivés de crédit en Europe. Nos principales questions ont consisté à identifier quels sont les acteurs principaux du marché, à analyser leurs activités, leurs principales actions et leur rapport aux institutions de régulation et de normalisation.

Les entretiens ont été complétés par l'analyse de sources documentaires, telles que les publications de la Commission Bancaire, de l'agence Fitch, de l'ISDA, de la Banque d'Angleterre et de la Banque des règlements internationaux (cf. annexe I pour une liste complète des documents consultés). Ces données secondaires ont permis de confirmer la chronologie des événements et ont fourni des détails que les entretiens ne permettaient pas d'obtenir.

Après avoir reconstitué les événements-clés et les principales crises survenues sur ce marché, nous avons procédé à une analyse de contenu thématique des entretiens, en insistant sur le travail de promotion du marché réalisé par les acteurs. La base de données constituée par les entretiens a été structurée en dégagant six principaux thèmes pour l'analyse de contenu. Les trois premiers thèmes concernent les moyens pour légitimer le marché : 1/ *les justifications économiques et fonctionnalistes*, c'est-à-dire les efforts déployés pour démontrer que les dérivés de crédit sont un instrument de gestion du risque et qu'ils contribuent à une meilleure allocation des risques dans le système financier mondial ; 2/ *les processus de lobbying*, c'est-à-dire les efforts des banques pour promouvoir le produit, particulièrement à travers sa qualification juridique ; 3/ *la normalisation et la valorisation*, c'est-à-dire la volonté des acteurs de donner aux dérivés de crédit un cadre reconnu et des dispositifs de valorisation. Les trois derniers thèmes renvoient aux obstacles au développement du marché ; 4/ *l'hétérogénéité des dispositifs législatifs et réglementaires* ; 5/ *l'hétérogénéité des équipements culturels et techniques des acteurs*, c'est-à-dire l'absence d'un cadre cognitif commun ; 6/ *les conflits d'intérêts*, c'est-à-dire les tensions politiques entre agents.

³ FitchRatings, *Special Report, Global Credit Derivatives Survey*, September 2006.

2. Étude de cas : faire naître et pérenniser le marché

Dans leurs efforts pour développer et légitimer le marché des dérivés de crédit, les banques utilisent de nombreux leviers d'action, tels que la justification, le *lobbying* et les dispositifs techniques et institutionnels. Cependant, le processus bute sur des obstacles liés, notamment, à des différences culturelles et à des conflits politiques entre les acteurs.

Encadré 2 – Le marché des dérivés de crédit : histoire et développement (cf. annexe 2 pour une chronologie détaillée)

Les premiers dérivés de crédit sont apparus dans les années 1990 aux États-Unis. La proposition du modèle Creditmetrics par JP Morgan et la reconnaissance du produit comme instrument financier obtenu en Angleterre par l'ISDA, association des principales institutions financières promouvant les produits dérivés, font de l'année 1997 une année faste pour cette innovation financière, au point qu'on peut choisir, un peu arbitrairement, cette date comme celle de la naissance du marché des dérivés de crédit. La croissance a ensuite été extrêmement rapide. D'un encours de 180 milliards de dollars en 1997, les notionnels⁴ ont atteint, en 2004, un volume record de 5 000 milliards de dollars, selon les statistiques de la BBA (British Bankers Association).

L'innovation financière que constitue le dérivé de crédit réside dans le fait d'isoler le risque de crédit d'une créance pour l'échanger sur un marché. Le créancier (acheteur de la protection) peut ainsi transférer à une contrepartie (le vendeur de la protection) le risque de crédit attaché à un débiteur, tout en conservant la créance dans son bilan. Ce principe s'applique en réalité selon deux modalités assez distinctes. Une famille de produits, dont le principal représentant est le CDS (*Credit Default Swap*), est constituée de contrats standard, relativement simples, alors qu'une seconde famille, dite des produits structurés, est constituée de contrats sur mesure, très spécifiques et souvent complexes.

Les principaux acteurs de ce marché sont les grandes banques d'investissement, les compagnies d'assurances, les sociétés de gestion de fonds mutuels. On doit y ajouter les régulateurs nationaux, organisés en instance internationale, au sein du Joint Forum créé en 1999. Enfin, il faut noter le rôle particulier joué par l'ISDA dans la promotion et le développement du marché. Outre ses interactions avec le régulateur, l'action de l'ISDA réside principalement dans un effort très important de normalisation et de production de documentation.

⁴ Le montant notionnel représente le montant sous-jacent au contrat auquel les produits dérivés sont adossés.

Concernant la structuration du marché, les chiffres de 2003, rassemblés en particulier par la Banque des Règlements Internationaux, donnent quelques repères sur l'évolution internationale des dérivés de crédit. Ceux-ci représenteraient, fin 2003, un peu moins de 2 % du marché total des produits dérivés de gré à gré traités dans le monde. L'évolution du marché, d'abord lente, puis rapide, a montré une bonne résistance à la crise asiatique de 1998 et à la vague de défaut des années 2001-2003, ainsi qu'aux grandes faillites de cette époque (Parmalat, Enron, Worldcom). Londres est la première place financière pour ce marché, réalisant à elle seule plus de 50 % des transactions.

Malgré ces chiffres, le marché demeure extrêmement concentré. Cette concentration se retrouve sur le marché français si l'on en croit l'enquête de place réalisée en 2004 par la Commission bancaire, la Commission de contrôle des assurances et l'Autorité des Marchés Financiers, qui éclaire la structure d'un marché relativement réduit. Trois banques françaises ont développé une véritable activité sur les dérivés de crédit. Il s'agit, par ordre d'importance, de la Société Générale, de BNP Paribas et de Calyon. Dans la suite, nous étudions la manière dont les banques françaises ont participé au processus de légitimation des dérivés de crédit et contribuent à la création d'un véritable marché financier autour de ce produit.

2.1. Promouvoir l' « outil de calcul » : la justification économique et fonctionnaliste

Conçus par les ingénieurs de grandes banques d'affaires, les dérivés de crédit sont appréhendés par leurs concepteurs comme le produit de l'extension de la théorie financière du risque à un risque traité jusque là assez largement hors marché. Faire émerger le marché des dérivés de crédit revient à réussir la marchandisation du risque de crédit qui, au-delà du groupe restreint de ses concepteurs, est loin de s'imposer comme une évidence. Deux points seront particulièrement mis en avant. Le premier est l'intérêt qu'il y a pour les différents acteurs à échanger les risques sur un marché transparent, pour permettre une meilleure allocation du risque. Le second est l'efficacité du produit comme instrument de couverture financière du risque bancaire et la contribution de cette innovation à l'amélioration du système financier global.

Une responsable de l'ISDA affirme ainsi

« Une raison de la naissance du marché était un relatif blocage du marché interbancaire. Les banques jouaient sur un marché des swaps très concentré, et le risque de contrepartie était grand. Les dérivés de crédit apparaissaient comme un instrument de diversification du risque [...]. C'était aussi une façon d'offrir du

rendement à certains clients en proposant des produits sur mesure. » (Une responsable de l'ISDA).

D'autres affirmations vont dans le même sens :

« Ce qui est important, c'est de créer de nouveaux produits pour les investisseurs, on cherche toujours de nouvelles classes d'actifs, c'est une question de diversification tout ça ». (Un banquier).

Les porteurs de l'innovation s'engagent souvent dans des actions qu'ils décrivent comme « pédagogiques »

« Il n'y a pas beaucoup de gens qui comprennent vraiment ce que les dérivés de crédit sont réellement. [...] Pour asseoir la légitimité du marché, on a fait du lobbying, des shows auprès des clients pour leur expliquer comment ça fonctionne, on a organisé des conférences dans le cadre de l'AGEFI, formidable outil de lobbying. On a aussi publié dans l'AGEFI et dans Banque et Droit. » (Un banquier).

Les banques cherchent parallèlement à faire admettre l'idée que, comme pour les autres produits dérivés financiers, la création d'un marché de dérivés de crédit contribue à une meilleure allocation mondiale de ces risques et, partant, au renforcement de la stabilité du marché financier international. La bonne résistance du système financier international aux grandes faillites que furent celles d'Enron et Parmalat est souvent évoquée comme une preuve implicite que les dérivés de crédit contribuent à plus de stabilité.

« Néanmoins, après ce qui s'est passé, on ne voit pas ce qui peut se produire de pire qu'Enron ou Parmalat. Les dérivés de crédit ont été pour beaucoup dans l'arrêt du risque systémique : robustesse éprouvée, bon fonctionnement au-delà de toute espérance ». (Un expert juridique).

Cela dit, la question de la contribution des dérivés de crédit à la diminution ou, au contraire, à l'augmentation du risque n'est pas considérée comme définitivement tranchée. Cette incertitude entre, bien sûr, en forte résonance avec les inquiétudes des régulateurs. Aussi, les actions des promoteurs du marché en direction des régulateurs jouent-elles un rôle central dans le processus de légitimation du produit.

2.2. *Tenter d'imposer l' « outil de calcul » : le processus de lobbying*

Le risque de crédit est un risque très particulier déclenché par des événements ponctuels (le défaut d'un débiteur par exemple). Il ne s'agit donc pas du risque de variation de valeur d'un titre financier coté sur un marché, comme c'est le cas pour les produits dérivés traditionnels (dérivés de taux ou de change). Faire admettre aux régulateurs la justesse de l'acception selon laquelle le risque de crédit peut être traité comme un risque financier classique représente donc un enjeu majeur. De la position adoptée par les régulateurs sur ce point dépend, en effet, la possibilité d'utiliser le produit comme outil de couverture des risques et d'échanger ce produit sur un marché. Plus spécifiquement, le débat avec le régulateur s'articule autour de deux points principaux. Le premier concerne la qualification juridique du produit. Le second porte sur le degré de risque que représentent réellement les dérivés de crédit.

La spécificité du risque de crédit – risque matérialisé par la survenue d'un événement ponctuel – rapproche les dérivés de crédit des contrats d'assurance. Il importe pour les banques de combattre cette vision pour deux raisons. Les contrats d'assurance ressortent du monopole des assurances et ne peuvent pas être traités par les acteurs bancaires. En outre, la qualification des dérivés de crédit en produits financiers laisse espérer l'accès des sociétés de gestion (OPCVM) et des *hedge funds* à ces produits, ce qui est nécessaire au développement d'un marché qui a besoin, pour exister, qu'il y ait, en face des acheteurs, des vendeurs de protection.

C'est principalement regroupées au sein de l'ISDA que les banques dites de marché, ou ayant une activité sur les marchés de capitaux, tentent d'agir sur le régulateur. L'obtention par l'ISDA, dès juin 1997, de l'avis juridique de l'avocat Robin Potts QC attestant de ce que les *credit default swaps* ne sont pas des contrats d'assurance, mais des produits financiers, est unanimement reconnue comme l'un des grands succès de l'organisation. L'enjeu était d'importance.

« Ce point est essentiel car une banque ne peut pas vendre de l'assurance. Sans cette 'Potts' opinion', il n'y aurait pas eu de marché du tout. C'était fondamental de tirer cela au clair. La question de la qualification du produit avait été posée très rapidement, par le Financial Law Panel de la Bank of England (le régulateur de l'époque) » (Un représentant de l'ISDA).

L'intensité des débats autour de la qualification juridique des dérivés de crédit est aussi illustrée en France par le fait qu'une thèse de droit y a été consacrée en 1999⁵. Son auteur, Gauvin (2003), y soutient que les dérivés de crédit pourraient tomber sous le régime juridique des jeux et paris, problème qui fut soulevé aussi au moment de la création du marché des options de Chicago, comme le soulignent MacKenzie et Millo (2003). Il montre la manière relativement proche dont les juridictions françaises et britanniques ont rejeté cette qualification juridique et attribue ce résultat à la victoire des enjeux économiques sur les logiques purement juridiques.

« La force des enjeux financiers qu'ils [les produits dérivés] représentent est telle, que leur remise en cause, sur une place financière donnée et localisée dans un pays déterminé, pourrait avoir des conséquences dommageables pour l'industrie bancaire et financière locale ».

En France, le débat sur la qualification juridique des dérivés de crédit s'est cristallisé autour de la possibilité donnée aux OPCVM d'utiliser ou non les dérivés de crédit. Enjeu majeur pour les promoteurs du produit, cet accès des OPCVM a été validé par le décret du 10 décembre 2002, qui, suite à quatre années de réflexions, de consultations et de discussions, autorise expressément les OPCVM à conclure des dérivés de crédit de gré à gré. Salué par les promoteurs du produit, ce décret est loin de faire l'unanimité.

Toutefois, le *lobbying* des banques d'investissement en direction des régulateurs porte non seulement, comme nous venons de le voir, sur la qualification des dérivés de crédit, mais aussi sur le degré de risque que ces produits font courir aux différents acteurs du marché.

Faire reconnaître les dérivés de crédit comme instruments de couverture de leurs risques représente un enjeu très immédiat pour les banques. La réglementation internationale les oblige, en effet, à couvrir le risque de leurs actifs par un montant de capitaux propres suffisant, ce qui, *stricto sensu*, dégrade la rentabilité pour leurs actionnaires. La gestion des risques est devenue pour les banques une activité stratégique. L'extension de cette gestion à des risques jusque-là considérés comme non financiers, tel le risque de crédit, met en évidence un phé-

⁵ A. Gauvin, *Nature et régime juridique des dérivés de crédit*, Thèse Sorbonne Paris 1, 8 septembre 1999.

nomène extrêmement original. Contrairement à la vision traditionnelle selon laquelle la régulation vient contraindre et, parfois même, comme dans le cas décrit par MacKenzie et Millo avant la création du marché des options, éteindre le marché, nous observons le rôle inédit joué par la régulation prudentielle, principalement issue du comité de Bâle, dans la création de marchés financiers nouveaux⁶.

Pour faire admettre les dérivés de crédit comme instruments de diminution de leurs risques, les banques se tournent naturellement vers leur régulateur national qui en France est la Commission bancaire.

« Il s'agissait à l'origine d'une demande des établissements de crédit qui souhaitaient voir reconnus les instruments du marché des dérivés de crédit de façon jurisprudentielle. Les banques ont fait le siège des superviseurs pour obtenir la diminution de la charge de capital de leur bilan. » (Un représentant de la Commission Bancaire).

Au niveau international, c'est au sein de l'ISDA que les banques cherchent à peser auprès des régulateurs afin de diminuer la charge de capital réglementaire qui leur est imposée.

Force de proposition auprès du Comité de Bâle et des régulateurs nationaux, l'ISDA s'est en particulier battue pour obtenir du cadre Bâle 2 la reconnaissance par les régulateurs des modèles d'évaluation interne aux banques⁷. Ce combat, qui s'est soldé par un échec, l'amène aujourd'hui à faire porter ses efforts sur Bâle 3.

2.3. *Crédibiliser l' « outil de calcul » et faire performer la théorie*

En outre, pour faire advenir le marché, et parallèlement aux actions de lobbying, il importait de donner aux dérivés de crédit un cadre déjà reconnu, et les banques se sont tournées naturellement vers le cadre conventionnel existant, produit par l'ISDA depuis 1986 pour les produits dérivés. L'ISDA, dont le rôle est de définir les contrats cadres, a

⁶ Le rôle de la régulation bancaire dans l'émergence du marché des actions aux États-Unis a déjà été mis en évidence par Roe (1994). Nous remercions l'un des évaluateurs de ce papier d'avoir attiré notre attention sur cette référence.

⁷ En d'autres termes, la doctrine de l'ISDA est que ce soient les banques elles-mêmes qui définissent le mode de calcul du risque représenté par leurs activités en matière de produits dérivés. Le régulateur demeure réticent face à l'utilisation de modèles internes, différents d'une banque à l'autre, et sur la définition desquels il n'aurait pas de prise.

ainsi procédé à un important travail de standardisation de la documentation des produits dérivés en publiant, en 1986, un code de définitions, puis un contrat cadre en 1987. En 1992, puis en 2002, une convention-cadre a été formalisée, le *2002 ISDA Master Agreement*, dont l'objectif était de constituer un cadre conventionnel régissant les différents contrats à terme. Le 10 février 2003, l'ISDA a renouvelé sa documentation relative aux dérivés de crédit, en publiant de nouvelles définitions, les *2003 ISDA Credit Definitions*. Ce travail de documentation a été de nature à faciliter les échanges, à renforcer les transactions, à favoriser la croissance du marché et à le rendre plus liquide.

« Le premier problème du marché, c'était l'absence de formalisation, de cadres, de définitions. Il y avait donc une vraie nécessité de mettre en place une documentation ISDA. Les normes ISDA c'est un langage commun ». (Un banquier).

« Nous menons des actions de normalisation de la documentation et répondons aux rapports du Joint Forum, de la FSA. L'ISDA est aussi très actif auprès de la Commission bancaire en France et a aidé les régulateurs nationaux et internationaux. Mais le rôle de normalisation pour rendre liquide le marché est bien plus important que celui de l'influence sur la réglementation ». (Un responsable de l'ISDA).

Au cours du développement du marché, la spécificité du produit a obligé plusieurs fois l'ISDA à revenir sur les définitions du produit, généralement à l'occasion de contentieux juridiques, car la définition précise du produit est une condition nécessaire à l'existence même du marché et à sa pérennisation.

« Certaines crises et des contentieux comme l'affaire Conseco, RealTrack, Parmalat, LTCM, la crise en Argentine nous ont amenés à revoir la documentation. L'ISDA a beaucoup travaillé pour préciser les choses, en particulier en ce qui concerne le moment du déclenchement du dérivé de crédit. Car on a connu des cas aux États-Unis où les dérivés de crédit ont été déclenchés abusivement, sans que l'on constate de défaut » (Un responsable de l'ISDA).

Parallèlement aux actions de normalisation, il fut également nécessaire de crédibiliser les dérivés de crédit comme outils de gestion des risques et de montrer que le risque de crédit pouvait faire l'objet d'un marché liquide, transparent et permettant l'observation continue des variations de son prix.

À cette fin, dès l'année 2002, les banques se sont coalisées pour produire des indices du prix du risque de crédit, afin de valider l'idée que ce risque est réellement un risque de marché au sens financier du terme. Ce sont d'abord JP Morgan et Morgan Stanley, qui ont lancé séparément en 2002, deux indices construits à partir du marché des CDS. En 2003, ces deux indices ont été fusionnés (le nouvel indice ainsi créé s'appelle TRAC-X), tandis qu'un autre groupe d'acteurs (rassemblant Deutsche Bank, ABN Amro, puis Citygroup et la Société Générale) a lancé un indice concurrent dénommé i BOXX. Fin avril 2004, la nécessité de fournir un indice de référence au marché présentant la meilleure liquidité possible a conduit les deux indices concurrents à fusionner de nouveau. Le but de cette alliance était d'assurer un volume d'échanges suffisant pour garantir la liquidité de l'indice, ce qui participait à la structuration du produit. Accessoirement, cela facilitait la reconnaissance comptable des dérivés de crédit comme instruments financiers, puisque la condition pour pouvoir être comptabilisé au titre de l'IAS 39 est la possibilité d'enregistrer les profits sur la base de données observables.

Dès lors que les dérivés de crédit sont présentés comme des produits dérivés classiques, se pose naturellement la question de leur valorisation.

L'absence de consensus sur cette question nuit aux banques en permettant aux régulateurs d'imposer leurs propres modalités d'évaluation. Par ailleurs, elle contribue à l'absence de transparence, elle est contraire à l'instauration de la confiance sur le marché.

Cette question se résout assez différemment sur les deux segments du marché des dérivés de crédit. Sur le marché des flux (échange de contrats standardisés), l'idée est de standardiser au maximum les produits de manière à ce que la concurrence s'exerce sans entrave et en toute transparence, les prix de marché pratiqués (et diffusés à toutes les banques par des systèmes mis au point par Lombard, par la BNP – page Reuters –, ou par JP Morgan – fonction Bloomberg) soient assimilés à une cotation. Il n'est pas alors nécessaire de valoriser le produit, puisque le marché « donne » son prix à tout moment. Cette méthode, dite

de *mark to market*, suppose évidemment de gros volumes d'échange, autrement dit une grande liquidité, qui demeure malgré tout problématique concernant les dérivés de crédit.

« *C'est un marché de gré à gré, à peu près liquide. L'argument de vente ici c'est la liquidité, mais c'est un peu du wishful thinking.* » (Un régulateur).

« *Chaque banque a sa méthode, les prix mark-to-market restent assez divergents* » (Un banquier).

Concernant le segment des produits structurés (sur mesure), qui, par définition, demeure très peu liquide et peu transparent, la question de la valorisation demeure entière. Le problème de la tarification d'un risque par définition discontinu et difficile à évaluer est un obstacle à l'importation directe des méthodes issues de la théorie financière du risque. Face à cette difficulté, JP Morgan dévoilait, le 2 avril 1997, CreditMetrics, « *premier modèle de portefeuille destiné à la gestion du risque de crédit* » (Bruyère, 2004), qui faisait suite au modèle RiskMetrics, qu'elle avait tenté d'imposer pour la gestion des risques de marchés. Associée pour cette opération aux principales banques d'affaires, JPMorgan espérait « *promouvoir la transparence sur les différents marchés du risque de crédit* », « *améliorer la liquidité sur ces marchés et encourager une révision du cadre réglementaire* ». Mais ce grand projet ne réussit pas et CreditMetrics ne joua jamais le rôle unificateur que JP Morgan souhaitait lui donner. La diversité des méthodes de valorisation utilisées par les différentes banques ne s'est pas réellement réduite, ce qui montre que l'adaptation de la théorie financière au risque très particulier qu'est le risque de défaut ne se fait pas sans d'assez grandes difficultés⁸.

La thèse selon laquelle le risque de crédit peut et doit être traité comme un risque de marché se heurte plus frontalement à un ensemble d'obstacles sérieux. Ces derniers ressortent de l'incertitude très grande dans laquelle se développe la tentative de marchandisation, mais surtout

⁸ On observe d'ailleurs un phénomène de nature similaire sur le marché des warrants sur actions, marché de gré à gré sur des actifs cotés. Les investisseurs sont surpris des écarts de *pricing* par rapport à ce qu'indiquent les modèles d'évaluation. La question de la fixation du prix sur ce type de marché de gré à gré se pose également de façon particulièrement aiguë.

de la forte hétérogénéité des acteurs (ou agences de calcul) en termes d'équipements culturels et cognitifs. Par ailleurs, les intérêts divergent et la marchandisation du risque de crédit se heurte à des conflits politiques entre les différentes parties en présence.

2.4. Des agences de calcul aux équipements culturels et techniques hétérogènes

Outre la difficulté d'une action coordonnée au niveau mondial et l'absence d'un environnement bien stabilisé, les acteurs du marché présentent des cultures et des équipements techniques très hétérogènes. En effet, si la théorie financière du risque est le cadre cognitif naturel des banques d'investissement, certains acteurs du marché en sont en revanche éloignés. C'est le cas en particulier des compagnies d'assurance, et, dans une certaine mesure, des régulateurs.

Par exemple, les problématiques des dérivés de crédit résonnent différemment pour le secteur des banques et pour celui des assurances, ce dernier ne participant guère aux réflexions de l'ISDA, et se satisfaisant de sa régulation habituelle. En outre, il apparaît que les compagnies d'assurance, dont certaines ont été échaudées par le passé, n'interviennent que très rarement sur ce marché, parce qu'elles considèrent le produit comme plutôt « sulfureux ». Ces compagnies ne partagent pas la culture du risque des banques et la vision des contrats financiers qui accompagne cette culture, les banques préférant le plus souvent des solutions négociées rapidement en cas de litige, alors que les assurances privilégient une culture du procès. Ce conflit de cultures entre secteurs financiers empêche parfois la bonne exécution des contrats

« La banque est dans un état d'esprit de réactivité, d'immédiateté, alors que les assurances adoptent des rythmes plus longs pour leurs transactions et sont dans une logique de contestation de la réglementation assez systématique ». (Un régulateur).

Ainsi, pour de nombreux banquiers, le plus gros frein que connaît aujourd'hui le marché est-il fondamentalement d'ordre culturel. Il réside non seulement dans la difficulté de compréhension avec les autres secteurs financiers, mais aussi avec les différents régulateurs. Ces der-

niers semblent résister, en effet, à l'émergence d'une nouvelle culture financière et, dans ce contexte, les dérivés de crédit ont des difficultés à s'étendre et à se développer hors du cadre strictement bancaire. Les banquiers jugent qu'il est particulièrement difficile de rendre des comptes à des régulateurs qui ne saisissent pas toujours la dimension technique du produit et ne raisonnent pas dans les mêmes termes qu'eux.

« C'est une activité nouvelle, très technique, conceptuellement déroutante. Il faut sans cesse se justifier auprès des régulateurs et les positions des uns et des autres sont souvent très restrictives, compte tenu de la complexité du produit » (Un banquier).

« On a un dossier de lobbying en cours auprès de la Commission prudentielle, parce qu'il règne un flou en matière de règles. Mais le lobbying est rendu compliqué par la prudence du régulateur » (Un banquier).

Les régulateurs soupçonnent les dérivés de crédit de répondre à la pression des actionnaires bancaires qui souhaitent diminuer le capital réglementaire des banques en diminuant le risque au moins apparent du portefeuille bancaire. Le souci du régulateur est donc celui du risque systémique et la question du transfert de risque vers des entités non régulées, peu transparentes comme les *hedge funds*, n'est pas propre à les rassurer. En outre, la réalité de la mutualisation des risques ne leur semble pas démontrée quand on sait que les six banques principales sur ce marché réalisent à elles seules 50 % des transactions mondiales. Dernier souci enfin du régulateur, le souci de protéger l'épargne collective. La possibilité pour les sociétés de gestion d'investir dans des dérivés de crédit pose en effet le problème du degré d'information des investisseurs finaux quant aux produits qui constituent leur portefeuille. L'AMF se montre en France très prudente et ne délivre son agrément qu'à un nombre très limité de sociétés de gestion dont elle cherche à s'assurer qu'elles maîtrisent la technologie et disposent de l'arsenal technique nécessaire à une juste évaluation des risques.

« Le marché a été bien accepté par les acteurs. En revanche, le régulateur est plus dubitatif. Avec les dérivés de crédit, on ne sait plus où se trouve le risque. L'asymétrie d'information entre

le vendeur et l'acheteur est très importante. Certains acheteurs ne savent même pas ce qu'ils ont entre les mains ». (Un régulateur).

Pour la plupart des banquiers interrogés, le problème du marché est de trouver un langage commun et surtout des outils techniques, dans un contexte de complexité de la réglementation mondiale, mais les incompréhensions avec le régulateur sont parfois manifestes.

« Le pouvoir de nuisance du régulateur est assez fort. L'environnement réglementaire peut être considéré comme un frein au business. Le plus gros frein d'ailleurs, c'est l'appréhension culturelle de beaucoup de gens qui passent un temps disproportionné pour le contrôle des dérivés de crédit ». (Un banquier).

« Le frein, c'est les régulateurs qui ont des œillères. Bâle II constitue à cet égard un grand recul. Les régulateurs ont freiné des quatre fers, c'est un drame, c'est lamentable [...]. Le régulateur français est à la traîne sur la modernité, cela fait prendre du retard par rapport aux banques américaines. Aux États-Unis, les régulateurs sont plus qualifiés, il y a plus de négociations bilatérales, orientés business. En France, on est dans un jeu de gendarmes et de voleurs assez stérile ». (Un consultant).

Par ailleurs la mise en œuvre de la théorie financière du risque suppose des investissements en ressources techniques et humaines importants ; investissements qui ne sont pas réalisés également par tous les acteurs du marché. Ces asymétries nuisent à l'instauration de la confiance, nécessaire à la construction du marché.

Ainsi, la Société Générale apparaît comme un acteur particulièrement puissant et bien équipé dans le contexte français, tandis que JP Morgan fait figure de précurseur dans la promotion du marché mondial des dérivés de crédit. Grâce à leurs ressources techniques et humaines, ces deux banques sont dotées d'une capacité d'innovation particulièrement importante, qui leur confère un rôle clé sur ce marché et une capacité d'intervention que ne possèdent pas d'autres acteurs.

« La Société Générale a des bataillons de juristes comme les banques américaines, une grande quantité de docteurs en droit, qui sont vraiment très bons. Non seulement, ils maîtrisent techniquement le produit, mais en plus ils sont très bien organisés ».
(Un expert juridique).

Pour ces raisons, le marché des dérivés de crédit a des difficultés à se propager au reste de la sphère financière. Au regard de ces ressources techniques et humaines très inégalement détenues, la difficulté à faire comprendre le produit par les autres acteurs du marché (tels que les investisseurs, les régulateurs, les assurances...) et son degré de complexité engendrent des asymétries importantes entre parties prenantes, ce qui ne participe guère à la diffusion d'un cadre cognitif commun. Ces asymétries proviennent de différences entre les professionnels du produit et les autres, en termes d'équipement et de qualification.

« On parle souvent de la question du risque avec notre patron qui a été trader avant d'être chef de la banque d'investissement chez nous. Avec les déontologues ? Non, jamais, ils sont complètement largués » (Un banquier).

« Il faut dire que c'est un marché de polars qui ont fait plein d'études, qui sont ingénieurs. Ils trouvent que c'est rigolo, parce que c'est compliqué et que les dérivés de crédit sont plus drôles que les dérivés de taux, parce qu'il y a des aspects macro-économiques à traiter ainsi que des aspects micro un peu complexes ». (Un banquier).

Lors de ce jeu asymétrique, les banques apparaissent particulièrement puissantes dans la définition du produit et ne facilitent guère les processus de standardisation.

« Le grand public n'a pas d'accès direct aux dérivés de crédit et il n'a pas toujours conscience de la dose de risque que cela incorpore. La difficulté, c'est d'avoir une information financière développée et adaptée. C'est un peu vrai pour tous les marchés, mais c'est exacerbé avec les dérivés de crédit, car les banques gardent leur 'secret de fabrication'. Or, c'est une technique qui

justifie d'avoir des documents de référence et comme les banques donnent peu d'informations, il y a absence de formatage ». (Un régulateur).

L'on perçoit aussi une grande difficulté à comprendre le mécanisme même, de dénouement d'une opération financière chez certains acteurs, dont les assurances en particulier.

« Le régulateur ne comprend pas bien le produit, il ne dit pas que c'est interdit, mais il ne dit pas que c'est autorisé non plus ». (Un expert juridique).

« Les banquiers ont souvent survendu aux assureurs qui ignoraient l'ampleur réelle du risque, parce qu'ils ne disposaient pas des connaissances techniques suffisantes » (Un régulateur).

2.5. Les conflits politiques entre agences de calcul

L'autre obstacle sur le chemin de la légitimation concerne les conflits politiques entre les différents acteurs du marché. L'intérêt premier des banques à faire reconnaître les dérivés de crédit comme des instruments de gestion de leurs risques réside dans l'objectif de réduction de leur capital réglementaire. Or, ce capital réglementaire procède du souci du régulateur d'éviter le risque systémique. Il y a dès l'origine méfiance du régulateur face à la thèse portée par les banques.

Selon un régulateur, l'état d'esprit des différents régulateurs nationaux et internationaux face à l'arrivée de produits financiers nouveaux peut prendre deux orientations. Certains font preuve d'une attitude plutôt positive.

« Ils envisagent le nouveau produit comme une bonne chose, comme un nouveau moyen d'échange, un moyen de compléter le marché dans une perspective à la Arrow-Debreu. C'est la vision américaine et en particulier celle d'Alan Greenspan qui a vanté les mérites des dérivés de crédit » (Un régulateur).

D'autres sont plus méfiants

« Il y a des craintes de mispricing (il n'y a pas de bons outils de pricing). La prudence est de rigueur, dans un contexte où on

crain une fragilisation du tissu financier. En fait la technique est assez simple quand le sous-jacent est unique et quand il est coté en bourse⁹, mais, sinon, on n'a pas d'instruments adéquats. »
(Un régulateur).

Face à cette méfiance, les banques n'hésitent pas à déployer beaucoup de ressources et d'énergie dans des activités de *lobbying* ainsi que dans des actions de contournement de la réglementation, ce qui engendre un processus de « débordement » par rapport aux règles en présence, puis un phénomène de « cadrage » de la part des instances de régulation (Callon, 1999).

Mais l'échec de l'ISDA à faire reconnaître la validité des modèles internes par le comité de Bâle, dans le cadre de Bâle 2, est une bonne illustration de la divergence d'intérêts entre régulateurs et banques et de la difficulté pour ces dernières de faire admettre leur thèse aux premiers.

Un autre conflit d'intérêts entre banques d'investissement et régulateurs porte sur la protection de l'investisseur final. Comme l'a montré Abolafia (1996), l'opportunisme des acteurs du marché peut conduire à des crises qui, si elles ont un impact sur l'investisseur final, provoquent des vagues de régulation extrêmement restrictives. Il importe donc pour les banques d'investissement de convaincre le régulateur que les intérêts de l'investisseur final sont protégés.

« Le risque d'asymétries d'information est réel puisque la banque possède un degré d'information supérieur à son correspondant. Les acheteurs de ce marché n'ont pas vraiment les mêmes moyens que les vendeurs de risque. [...] la question est ne va-t-on pas encore transférer vers les ménages et les entreprises les risques ? [...] En période prospère, cela [les dérivés de crédit] booste les performances, ce qui attire les souscripteurs. Seulement, il y a eu des expériences malheureuses dans certains pays d'Europe (par exemple en Italie, avec les actions Parmalat, et les particuliers ont demandé des comptes aux banques) [...] L'exemple italien n'est pas rassurant de ce point de vue » (Un régulateur).

⁹ On notera que l'on retrouve, ici, le point essentiel de la validité de l'utilisation de la théorie financière lorsque le risque ne présente pas toutes les caractéristiques naturelles d'un risque financier.

Enfin, on observe des tensions entre les banques et les assureurs et aussi entre les banques elles-mêmes. Sur le premier point, les assureurs gardent le soupçon que les banques américaines ont créé ce marché pour transférer leurs mauvais risques aux assurances européennes, désavantagées par l'asymétrie d'information. Cette défiance qui semble provenir de quelques mauvaises affaires réalisées aux débuts du marché par des réassureurs et des assureurs a conduit ces acteurs à se désengager presque totalement du marché des dérivés de crédit, devenu tout à fait illégitime, par exemple, dans leur communication financière.

« Ces produits sont un peu diabolisés chez les assureurs. Dans la communication financière, ce n'est pas mis en avant. Les assureurs ont peur que les cours de bourse s'effondrent s'ils affichent des positions par rapport aux dérivés de crédit ; il y a une sorte de méfiance. Il faut quand même dire que le cœur de métier des assurances, c'est de servir les taux qu'ils ont promis » (Un régulateur).

Sur le second point, la promotion et la préservation du marché des dérivés de crédit ne vont pas de soi. Elles nécessitent, chez les banques d'investissement, une conscience de l'existence d'un intérêt général et de la nécessité d'actions collaboratives pour protéger ce bien commun. Cependant, cette nécessité se heurte à la concurrence exacerbée que les banques se livrent entre elles, ce qui rend les coalitions fragiles et instables.

En outre, le rôle de l'ISDA est parfois défié par les banques, qui ont eu certes un intérêt à créer une place commune, mais qui veulent rester peu nombreuses au final et éliminer la concurrence.

Discussion : limites de la performativité et problèmes de cadrage cognitif

L'analyse pose la question de la construction et de la légitimation d'un marché financier. Le cas présenté souligne, en particulier, et malgré les efforts déployés par les banques pour promouvoir le marché, les limites de la performativité de la théorie financière du risque et les difficultés de l'action collective sur le marché des dérivés de crédit.

En 1993, dans un discours souvent repris depuis, Charles Sanford

Jr. alors PDG de Bankers Trust, développait sa vision des marchés financiers en 2020. La finance traditionnelle y serait remplacée par une finance « particulière », porteuse d'un progrès de même nature que celui réalisé par la physique quantique et la biologie moléculaire. En découpant les actifs financiers classiques (un titre de créance par exemple) en particules de risque (risque de taux, d'une part, risque de crédit de l'autre), cette finance nouvelle permettrait de « *create order from apparent disorder, providing building blocks that will allow the more effective packaging and management of risk in an economy whose structure is constantly changing* ». Seraient améliorées la quantification, la tarification, la gestion et l'allocation des risques habituels et même de risques aujourd'hui non couverts parce qu'ils ne font pas l'objet d'un marché. Bien que la nouvelle finance qu'il appelle de ses vœux lui paraisse un objectif assez éloigné au moment où il prononce ce discours, Charles Sanford Jr. cite les dérivés de crédit, alors à peine émergents aux États-Unis, comme les pionniers de cette nouvelle manière d'envisager la finance et l'économie en général. Ils sont, en effet, le moyen privilégié de dissocier le risque de défaut d'un emprunteur (Bruyère, 2004).

Nous avons montré dans cet article le rôle joué par ce type de thèses dans le processus de légitimation du marché des dérivés de crédit. L'idée portée par les banques d'investissement est que le risque de crédit peut et doit être traité comme un risque financier classique, c'est-à-dire marchandisé, de manière à ce que, à tout instant, tous les acteurs puissent se référer de manière transparente au prix de ce risque.

Cependant, ce que montre aussi notre papier, c'est qu'en dépit des moyens importants déployés par les banques au service de cette thèse, de nombreux obstacles empêchent son acceptation par les acteurs non bancaires du marché. Le marché demeure très concentré¹⁰ (beaucoup d'acteurs parlent ainsi d'un marché « endogame », de son « caractère incestueux ») et a des difficultés à gagner la sphère non bancaire. Le retrait relatif des compagnies d'assurances, le faible nombre de sociétés de gestion habilitées en France et la bataille perdue sur les modèles internes à Bâle 2, montrent que la finance particulière n'entraîne pas l'adhésion de l'ensemble de la sphère financière.

D'une certaine manière, la performativité de la théorie financière

¹⁰ Ce qui, bien sûr, est antinomique avec l'idée d'un marché liquide et transparent qui conditionne la validité de l'approche du risque de crédit par la théorie financière.

semble très relative sur le marché des dérivés de crédit. L'outil de calcul qu'elles cherchent puissamment à imposer ne fait pas l'objet d'une adoption sans réserve. D'un point de vue théorique, la question se pose des causes qui expliquent cet échec relatif.

La lecture en creux des travaux de MacKenzie et Millo (2003) montre que l'une des différences majeures entre le marché qu'ils étudient et le marché des dérivés de crédit réside, du point de vue du processus de légitimation, dans l'absence, sur le marché des dérivés de crédit, d'une instance centralisée qui serait en charge de promouvoir le marché. Les grandes banques d'investissement font jouer ce rôle à l'ISDA, dont on ne peut nier ni l'efficacité, ni la capacité à mobiliser d'importantes ressources. Cela dit, les tensions internes et, surtout, la structure même du marché qui reste un marché de gré à gré, rendent la coalition des acteurs fragile. D'autres coalitions sont envisagées, et la socialisation des banques autour de l'idée de bien commun reste plus diffuse que sur un marché organisé (Martin, 2003).

Mais, plus fondamentalement, il nous semble que l'échec relatif de la performativité de la théorie financière du risque tient à l'hétérogénéité des équipements culturels et techniques des différents acteurs. La spécificité du risque de crédit rend son acceptation comme risque de marché problématique pour de nombreuses raisons. Cette thèse, qui est loin d'être naturelle, nécessite, pour être mise en œuvre, une grande mobilisation de ressources techniques et humaines que les acteurs du marché n'ont ni tous les moyens, ni tous l'intérêt de mettre en œuvre. D'une certaine manière, on peut dire que les acteurs du marché évoluent dans des mondes différents, au sens de Boltanski et Thévenot (1991), et que la question des processus de coordination entre ces différents mondes n'est que partiellement résolue. C'est ainsi que s'explique la grande concentration de ce marché, c'est-à-dire sa difficulté à devenir un vrai marché financier, peuplé d'acteurs nombreux échangeant des volumes importants dans une transparence suffisante.

Au-delà de ces contributions, notre recherche nécessiterait probablement des développements ultérieurs. Tout d'abord, elle étudie le marché du point de vue des banques françaises, qui est évidemment un des angles d'approche possibles. Le caractère international du marché pourrait cependant conduire à des analyses alternatives, prenant mieux en compte la position des acteurs-*leaders* du marché ou encore la comparaison des spécificités nationales en termes juridiques et comptables. Ensuite, l'appui sur des entretiens rétrospectifs peut entraîner des biais

de rationalisation *a posteriori*. Enfin, l'instabilité des contextes réglementaires et la plasticité du produit posent le problème de la robustesse de certaines conclusions.

Cette recherche ouvre cependant des perspectives de recherche intéressantes. En effet, l'étude du marché des dérivés de crédit interroge de façon particulièrement aiguë, la faisabilité de la marchandisation de risques de différentes natures. Les tentatives de faire traiter par des marchés financiers les risques catastrophe (CAT-bonds), les risques d'attentat ou les droits à polluer, pourraient ainsi être analysées, selon les catégories de la sociologie économique, mobilisées dans ce papier.

Enfin, il apparaît que dans les systèmes de régulation et de normalisation des dérivés de crédit, les acteurs privés jouent le rôle moteur. Leur capacité de *lobbying* est déterminante, ce qui assure la prévalence des acteurs les plus puissants, c'est-à-dire les plus à même de mobiliser des ressources humaines et techniques dans le processus de légitimation. La question de l'intérêt général reste alors entière. Sassen (2005) en tire une interrogation sur le pouvoir réel que ces marchés exercent sur les gouvernements nationaux et sur la manière dont ce pouvoir altère le fonctionnement démocratique. Qui préserve en effet l'intérêt général ? Et qui est responsable (*accountable*) en cas de crise ?

Bibliographie

- Abolafia M. (1996), *Making Markets : Opportunism and Restraint on Wall Street*, Harvard University Press.
- Baker W. (1984), « The Social Structure of a National Securities Market », *American Journal of Sociology*, vol. 89, n° 4, p. 775-811.
- Black F. et Scholes M. (1973), « The Valuation Contracts and a Test of Market Efficiency », *Journal of Finance*, vol. 27, p. 399-417.
- Boltanski L. et Thévenot L. (1991), *De la justification*, Métailié.
- Bruyère R. (2004), *Les produits dérivés de crédit*, Economica, Collection AFTE.
- Callon M. (1998), « Introduction : The Embeddedness of Economic Markets in Economics », in M. Callon (Ed.), *The Laws of the Market*, Oxford Blackwell, p. 1-57.
- Callon M. (1999), « La sociologie peut-elle enrichir l'analyse économique des externalités ? Essai sur la notion de cadrage-débordement », in D. Foray et J. Mairesse, *Innovations et Performances. Approches in-*

- terdisciplinaires*, Éditions de l'EHESS, p. 399-431.
- Callon M. (2006), « What Does it Mean to Say that Economics is Performative ? », *Working Paper*, CSI, n° 005.
- Callon M. et Muniesa F. (2005), « Economic Markets as Calculative Collective Device », *Organization Studies*, vol. 26, n° 8, p. 1229-1250.
- Ferraro F., Pfeffer J. et Sutton R. (2005), « Economic Language and Assumptions : How Theories Can Become Self-fulfilling », *Academy of Management Review*, vol. 30, n° 1, p. 8-24.
- Fligstein N. (2001), *The Architecture of Markets*, Princeton University Press.
- Gauvin A. (2003), *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Éditions.
- Granovetter M. (1985), « Economic Action and Social Structure the Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, vol. 91, n° 3, p. 481-510.
- Knorr Cetina K. et Preda A. (2005), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press.
- Markowitz H. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. 7, p. 77-91.
- Martin D. (2003), « Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré », *Sociologie du Travail*, vol. 44, n° 1, p. 55-74.
- McKenzie D. (1990), *Inventing Accuracy. A Historical Sociology of Nuclear Missile Guidance*, MIT Press.
- McKenzie D. (2003), « An Equation and its Worlds : Bricolage, Exemplars, Disunity and Performativity in Financial Economics », *Social Studies of Science*, vol. 33, n° 6, p. 831-868.
- McKenzie D. (2006), *An Engine, not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, The MIT Press.
- McKenzie D. et Millo Y. (2003), « Constructing a Market, Performing Theory. The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, vol. 109, n° 1, p. 107-145.
- Polanyi K. (1944), *The Great Transformation*, Beacon Press.
- Roe M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Sassen S. (2005), « The Embeddedness of Electronic Markets. The Case of Global Capital Markets », in K. Knorr Cetina et A. Preda (Eds.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press.
- Sharpe W. (1964), « Capital-Asset Prices. A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, vol. 19, p. 425-

442.

Zelizer V. (1979), *Morals and Markets. The Development of Life Insurance in the United States*, Transactio.

Annexe 1 – Liste des documents consultés

Azarchs T., “Demystifying Banks’ : Use of Credit Derivatives ”, *Ratings-Direct*, Standard and Poor’s, December 2003.

Bank of England, “Developing a Supervisory Approach to Credit Derivatives”, *Discussion Paper*, December 1996

Bank of England, “Credit Derivatives Amended Interim Capital Adequacy Treatment”, *Supervision and Surveillance Note*, June 1997.

Bank of International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”, Basel, July 1988.

Bank of International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, “The New Basel Capital Accord”, *Consultative Document*, Basel, January 2001.

Bank of International Settlements, “71st Annual report”, Basel, July 2001, p. 123 and following.

Bank of International Settlements, “72nd Annual Report”, Basel, July 2002, p. 122 and following.

Bank of International Settlements, “73rd Annual Report”, Basel, July 2003, p. 105 and following.

Bank of International Settlements, “75th Annual Report”, Basel, July 2005, p. 113 and following.

Bank of International Settlements, “The Global OTC Derivatives Market at End-June 2001”, Basel, December 2001.

Bank of International Settlements. “OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2003”, Basel, November 2003.

Bank of International Settlements. “Credit Risk Transfer”, Committee on the Global Financial System, January 2003.

Bank of International Settlements, “OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2003”, Basel, May 2004.

Bank of International Settlements, “Credit Risk Transfer”, The Joint Forum, March 2005.

British Bankers’ Association, “Credit Derivatives Market to Hit Global \$740 Billion by Year 2000”, June 1998.

- British Bankers' Association, "Credit Derivatives Report", 2004.
- British Bankers' Association, "Credit Derivatives Report", 2006.
- Bruyère R. (2004), *Les produits dérivés de crédit*, Economica, Collection AFTE.
- Buffet W., *Berkshire Hathaway 2002 Annual Report*.
- Centre for the Study of Financial Innovation (CSFI), "Banana Skins 2002. A CSFI Survey of the Risks Facing Banks", CSFI 2002.
- Centre for the Study of Financial Innovation (CSFI), "Banana Skins 2003. A CSFI Survey of the Risks Facing Banks", CSFI 2003.
- Commission Bancaire, "Instruments dérivés de crédit, premières orientations en matière de traitement prudentiel", Documents de discussion et d'étude n°1, juin 1997.
- Commission Bancaire, "Bulletin de la commission bancaire n°1", avril 1998, p. 8-14.
- Commission Bancaire, « Introduction au rapport 2002 de la Commission Bancaire », juillet 2003.
- Commission bancaire, Traitement prudentiel des instruments dérivés de crédit, annexe 15.
- Committee on the Global Financial System (CGFS), "Credit Risk Transfer", Bank for International Settlements, January 2003.
- European Central Bank, "Credit Risk Transfer by EU Banks Activities Risks and Risk Management", May 2004.
- Federal Reserve Bank, "Supervisory Guidance for Credit Derivatives", August 1996.
- Federal Reserve Bank, "Application of Market Risk Capital Requirements to Credit Derivatives", June 1997.
- FitchRatings, "Global Credit Derivatives Risk Management or Risk ?", Special Report, March 2003.
- FitchRatings, "Global Credit Derivatives. A Qualified Success", Fitch, September 2003.
- FitchRatings, "Credit derivatives : A Case of Mixed Signals", Fitch, Credit Market Research, December 2003.
- FitchRatings, "Synthetic Index-Benchmarking Portfolio Performance", Fitch, June 2003.
- FitchRatings, Special Report, "Global Credit derivatives Survey", September 2006.
- International Swaps and Derivatives Association, "Developing A Supervisory Approach to Credit Derivatives, Comments of the ISDA", February 1997.

Gauvin A. (2003), *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Éditions.
International Swaps and Derivatives Association, “Credit Risk and Regulatory Capital”, March 1998.

International Swaps and Derivatives Association, “2003 Credit Derivatives Definitions”, 2003.

JP Morgan Chase, *2003, 2002 and 2001 Annual Reports*.

Introduction to counsel, Robin Potts QC, 19th May, 1997.

Résultats de l’enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit, Banque de France, *Revue de Stabilité Financière*, juin 2004.

Annexe 2 – Chronologie des principaux événements sur le marché

1988 Accord de Bâle 1 (Cooke Agreement) détermination des principes-clés de la régulation bancaire et en particulier du risque de crédit. Obligation de couvrir les actifs par un montant de capital suffisant.

1992 L’ISDA utilise pour la première fois le terme de « dérivés de crédit » pour décrire un nouveau type de contrat de gré à gré.

1996 Loi n°96-597 de “modernisation des activités financières”, qui fixe le régime applicable aux instruments financiers en France.

1997 Robin Potts opinion, décision légale qui mentionne que les credit default swaps ne sont pas des contrats d’assurance mais des produits financiers.

1997 Développement du modèle Credit Metrics par JP Morgan un modèle de portefeuille destiné à la gestion du risque de crédit.

1999 Thèse de droit d’Alain Gauvin consacré à la qualification juridique du dérivé de crédit.

1999 Joint Forum pour la stabilité financière

1999 Première documentation sur les dérivés de crédit produite l’ISDA

1999 - 2003 Vague de crises Railtrack, Parmalat, Enron, Conseco, Worldcom, Pacific Gas & Electric, Argentina...

2001 Accord de Bâle 2. Définition de la part de capital réglementaire pour les banques.

2002 ISDA Master Agreement documentation standard pour gérer les futures transactions.

2002 Décret du 10 décembre. Possibilité donnée en France aux OPCVM d'utiliser les dérivés de crédit.

2002 Construction des indices par les banques.

2003 ISDA Credit Definitions, renouvellement de la documentation sur les dérivés de crédit pour faciliter les échanges, augmenter le volume des transactions et la liquidité du marché.

2003 Création de TRAC-X. Les indices de JP Morgan et de Morgan Stanley fusionnent.

2003 Création de iBOXX, indice lancé par Deutsche Bank, ABN Amro, Citigroup, Société Générale.

2004 iBOXX et TRAC-X fusionnent pour garantir une quantité d'échanges suffisante et donner une plus grande liquidité au marché.